



Econométrica S.A
economic research and forecasts

Argentina
Macroeconomic
Outlook

***“¿Es Sustentable el
Modelo Económico
de los Kirchner?”***

Por Mario Brodersohn

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**Agosto
2009**

39 1970 - 2009
*años dedicados al
Análisis Macroeconómico*

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso III Trim 2009: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A
economic research and forecasts

“¿ES SUSTENTABLE EL MODELO ECONÓMICO DE LOS KIRCHNER?”

Por Mario Brodersohn¹

¿CÓMO CIERRAN LAS CUENTAS FISCALES EN EL 2009?

En el primer semestre del 2009 el gasto primario del Gobierno Nacional aumentó un 30,9% con relación al mismo periodo del año anterior mientras los ingresos sólo aumentaron un 13,2%. Como resultado de ello, el superávit primario fue un 63,1% inferior al del mismo periodo del año anterior (Cuadro 1).

Para el segundo semestre del 2009 proyectamos un crecimiento de los ingresos muy cercano al del primer semestre (11,6 %). Para alcanzar esta variación suponemos que se duplican las transferencias de ganancias del Banco Central al Tesoro Nacional, lo cual indica claramente que el gobierno descansa crecientemente en la emisión monetaria para financiar el gasto público.

Planteamos en nuestras proyecciones la alternativa política de una importante desaceleración en el aumento del gasto público, cuya expansión se reduce del 30,9% en el primer semestre al 20,7% en el segundo semestre. Este es un esfuerzo contractivo no menor y será muy conflictivo políticamente dado que se centra básicamente en disminuir las transferencias de recursos a las provincias.

Se requiere esta fuerte desaceleración del gasto para que el año 2009 termine finalmente con un superávit un 64,2% inferior al superávit primario del 2008. Estas proyecciones nos están indicando que pasamos de un superávit del 3% del PBI en el 2008 al 1% en el 2009.

Por primera vez desde el 2003, el superávit primario no permite hacer frente a la totalidad de intereses de la deuda en pesos y dólares. Queda un déficit financiero después de pagar intereses de 1.200 millones de dólares (Cuadro 2).

Además el gobierno tiene vencimientos netos de deuda en pesos y dólares por u\$s7.700 millones de dólares. Son vencimientos netos de deuda porque no toman en cuenta los intereses y los vencimientos de deuda de los títulos públicos que están en poder del Banco Central y del ANSES luego de la estatización de las AFJP.

Es a partir del financiamiento de estos vencimientos de deuda donde surge con toda claridad la implicancia de la falta de acceso a los mercados de capitales.

En efecto, el Gobierno no tiene posibilidad de colocar nueva deuda para cancelar la deuda que va venciendo ni tampoco tiene excedente fiscal para cancelarla con recursos propios. No le queda al gobierno otra alternativa que recurrir a los fondos líquidos que el

¹ E-mail: mbrodersohn@econometrica.com.ar

ANSES tiene depositados en bancos y a los depósitos que el Tesoro Nacional tiene en el Banco Central y en el Banco Nación. Estos depósitos en su mayor parte están en pesos y suman al 30 de junio de este año un total de 17.000 millones de dólares (por razones prácticas los medimos en dólares) de los cuales poco menos del 40% se utilizaría para cubrir la brecha de financiamiento del 2009.

¿Cuáles son las implicancias económicas de que el Gobierno recurra a su stock de depósitos acumulados en el sistema financiero para pagar esa brecha de financiamiento?

Desde el punto de vista de la contabilidad patrimonial no tiene ninguna implicancia porque bajamos simultáneamente activos y pasivos. Pero desde el punto de vista del flujo monetario reducir los depósitos del Gobierno tiene impactos macroeconómicos:

- En primer lugar, la contracción del stock de depósitos en el Banco Nación conduce a que esta institución se vea obligada a no renovar sus vencimientos de LEBAC y NOBAC. Este menor financiamiento en títulos públicos termina por aumentar la expansión monetaria del Banco Central. Esta estrategia de financiar un flujo negativo de las cuentas fiscales con los depósitos oficiales acumulados en bancos es similar a la vieja estrategia de emitir dinero para financiar el gasto público. Esta política, tal como ocurría en el pasado, no es nada oportuna porque se realiza en un contexto de fuerte salida de capitales y de aumento en la tasa de inflación. Es en este punto

donde divergen los principios de la contabilidad pública de los principios de la economía.

- En segundo lugar, no todos los vencimientos de intereses y de capital del gobierno son en pesos. En el 2009 los vencimientos en dólares por intereses y amortizaciones suman 5.900 millones de dólares. Dado que todo el superávit externo del sector privado financia la fuga de capitales privados y a que el Gobierno no tiene acceso al mercado financiero internacional, el Banco Central pasa a ser el único que le puede vender al gobierno los dólares que necesita para pagar sus servicios de deuda. Ello se manifiesta en una contracción de las reservas internacionales del Banco Central, neto de deuda con el BIS.

En síntesis, suponiendo que el Gobierno Nacional se decida en el segundo semestre a asumir los costos políticos de una política fiscal restrictiva del gasto público, el 2009 de todas formas terminará con un superávit primario que es la tercera parte del superávit observado en el 2008. Este superávit primario no es suficiente para hacer frente al pago de intereses en pesos y dólares del gobierno nacional. Le van a faltar 1.200 millones de dólares. Además, tiene que buscar recursos adicionales para hacer frente a los vencimientos de capital en pesos y dólares por 7.700 millones de dólares.

Dado que no tiene ningún acceso a los mercados financieros de capitales, no le queda otra alternativa que recurrir a los pesos que tiene depositados en el Banco Central y en el Banco Nación. Toda esta operatoria conduce finalmente a

aumentar la oferta monetaria en manos del sector privado y a reducir las reservas internacionales. El año 2009 termina con un contexto fiscal nada favorable para el 2010.

LAS PROYECCIONES FISCALES PARA EL 2010

Las perspectivas fiscales para el 2010 son aún más deficitarias que las del 2009. El Cuadro 3 presenta las proyecciones fiscales del Gobierno Nacional para el 2010 bajo el supuesto que no se adopten medidas que puedan debilitar aún más las cuentas fiscales del 2009, esto es, se mantiene *el “statu-quo”*.

El Cuadro 3 supone que no se reducen las retenciones a las exportaciones, ni aumenta la coparticipación de impuestos con las provincias, ni se crea un nuevo régimen universal de subsidio a la niñez. El costo fiscal de estas medidas y las propuestas de reducción de gastos públicos que pueden neutralizar dicho costo fiscal es analizado en otro informe².

Para las proyecciones fiscales del 2010 hemos adoptados los siguientes supuestos macroeconómicos, que podrían ser calificarlos como “*prudentes*” por algunos y “*optimistas*” por otros:

- Inflación del 18% anual
- El contexto recesivo alcanza su piso en el cuarto trimestre del 2009. El PBI crecería un 1 % en el 2010.

² Ver Informe Especial N 405: “*El desafío actual: Rescatar la Racionalidad Económica y la Equidad Social*”, por Mario Brodersohn, Agosto 2009. Econométrica S.A.

- Los salarios públicos aumentan en el año un 20% en dos tramos. El primero del 10% en marzo 2010 y el otro 10% en setiembre
- Las jubilaciones aumentarán en los dos tramos que especifica la ley de movilidad jubilatoria. Esos aumentos los estimamos en 8% en marzo y 9% en setiembre del 2010.
- El peso se devalúa en función de la inflación del 18%, partiendo de un valor en enero 2010 de 4 pesos por dólar.

Tomando estas hipótesis el gasto público aumenta un 17,3% y los ingresos un 14,9% y el superávit fiscal primario se reduce del 1% del PBI en el 2009 al 0,5% en el 2010.

Las proyecciones de gastos públicos suponen que en el 2010 el gobierno debe seguir profundizando la política de contención del gasto público si quiere evitar una caída aún mayor del superávit fiscal. En efecto, en nuestras proyecciones el crecimiento del gasto público se reduciría del 34,9% en el 2008 al 25,2 % en el 2009 y al 17,3 % en el 2010. Obviamente, esta política de gasto público tiene importantes costos políticos que se van a explicitar en las negociaciones sobre salarios, jubilaciones, subsidios y transferencias a las provincias.

En el caso de los ingresos hemos adoptado el supuesto que el Banco Central le transfiera al Tesoro Nacional en el 2010 los mismos pesos que estimamos transferirá este año en concepto de utilidades por la tenencia de las reservas internacionales. Desde el punto de vista contable el Banco Central podría transferir como

ganancias más pesos al Tesoro Nacional porque aumentan el valor en pesos de sus reservas como resultado de la devaluación. Pero esta decisión, válida desde el punto de vista contable, implica en la realidad económica simplemente más emisión monetaria para financiar el gasto público.

El superávit primario proyectado para el 2010 del 0,5% del PBI no alcanza para financiar la totalidad de los vencimientos de intereses y menos aun los vencimientos de capital de la deuda. El gobierno para financiar estos déficits va a tener que seguir recurriendo a sus depósitos en el sistema financiero y a las reservas internacionales. Seguir por este camino conduce a resucitar la vieja política de emisión monetaria para financiar el gasto público, camuflado bajo el concepto contable de depósitos oficiales en el sistema financiero lo que antes se contabilizaba como anticipos del Banco Central al Tesoro Nacional

FUGA DE CAPITALES CON DEFICIT FISCAL Y NULO ACCESO A LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES DOMINAN LAS PERSPECTIVAS PARA EL 2010

En el periodo 2008-primer semestre del 2009 la fuga de capitales privados al exterior fue de 34.200 millones de dólares, cifra que supera con holgura la fuga de 26.300 millones de dólares que se observó en los 18 meses que abarcan la profunda crisis del año 2001 y los primeros seis meses del 2002.

Tal como señalamos en nuestro informe mensual de Julio³, una magnitud tan elevada de fuga de capitales no afectó la credibilidad del sistema bancario argentino. No fue necesario recurrir como en el 2001 al “*corralito*” ni al “*corralón*” o a redescuentos del Banco Central para contener una corrida sobre los depósitos privados.

Por el contrario, esa salida de capitales al exterior coexistió con un aumento en los depósitos privados en términos nominales. Mas aún, parte de la fuga de capitales se canalizó hacia depósitos en dólares en el propio sistema bancario argentino (aumentaron en esos 18 meses en 3.000 millones de dólares). Debemos destacar que esta liquidez de los bancos argentinos, en un contexto de importante fuga de capitales, se dio al mismo tiempo que los bancos en los Estados Unidos, Alemania, Inglaterra, Suiza, etc., mostraban una profunda crisis de solvencia.

En el 2008 fue posible superar la fuga de capitales sin graves problemas debido a:

- Un superávit comercial externo del 4% del PBI, que permitió financiar la fuga de capitales privados sin provocar una disminución de las reservas internacionales del Banco Central. Sólo fue necesario endeudarnos en u\$s2.000 millones de dólares con Venezuela y en u\$s3.000 millones con el Banco de Pagos Internacionales (BIS).
- Que no se financió esa fuga de capitales con una corrida sobre los

³ Ver Informe Mensual “*Frente a la Mayor Fuga de Capitales, u\$s44.300 millones en dos años*”, por Ramiro Castiñeira. Julio 2009. Econométrica S.A.

depósitos privados en los bancos. Por el contrario, los agregados monetarios aumentaron en el 2008 un 17,5% (M2 privado) y 16,5% el M3 privado.

- Un superávit fiscal primario del 3% del PBI, que permitió cancelar la totalidad de los intereses y una parte de los vencimientos de la deuda pública.

En cambio, el contexto macroeconómico del 2009, sobre todo a partir de la derrota electoral del gobierno, esta mostrando diferencias muy significativas con lo ocurrido en el 2008:

- Los precios internacionales de nuestros productos de exportación son inferiores a los del 2008,
- La sequía redujo apreciablemente los volúmenes exportados
- El superávit fiscal cayó en el primer semestre en un 63,1 % con relación a igual periodo del 2008 debido a una política electoral de expansión del gasto público a un ritmo tres veces superior a la de los ingresos públicos.

La gran diferencia en el financiamiento de la salida de capitales entre el 2008 y el 2009 es que en el primer caso el superávit comercial fue compatible con un alto ritmo de crecimiento del PBI y de las importaciones.

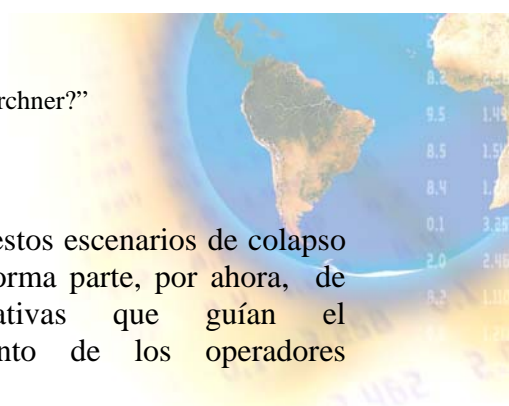
En cambio, en el 2009 no lo quedó otra alternativa al gobierno para financiar la salida de capitales que aumentar el superávit comercial a través de una importante contracción económica y de las importaciones.

Volvimos a caer en el viejo y ya conocido ciclo de los “*stop and go*” que muestra la historia económica argentina de los últimos cincuenta años. El mecanismo de ajuste para financiar la salida de capitales, por no contar con acceso al endeudamiento externo, fue el tradicional “*stop*” en la actividad productiva que permitió reducir las importaciones. En el pasado era el desequilibrio externo el que conducía al “*stop*” de la economía. En la actualidad el “*stop*” es provocado por la fuga de capitales que agota el superávit comercial externo.

En otros términos, y tal como ya había ocurrido en repetidas oportunidades en el pasado, para alcanzar el objetivo del equilibrio externo amenazado por la fuga de capitales fue necesario pagar un precio muy elevado en las variables que componen el equilibrio interno, tales como contracción de la actividad productiva, caída del empleo, deterioro en los niveles de pobreza e indigencia y retracción en los ingresos impositivos.

Esta fuga de capitales nos esta señalando que una parte importante del ahorro interno emigra al exterior en lugar de financiar un nivel más elevado de inversión. Además, la inflación argentina es 5 veces más elevada que la inflación internacional.

Para el 2010 proyectamos una mayor debilidad de las cuentas fiscales y si se mantienen las decisiones políticas que frenan el acceso a los mercados financieros de capitales, será cada vez más complicado cambiar las expectativas que alimentan la fuga de capitales anual sólo con el superávit comercial, esto es, sin debilitar las reservas internacionales del Banco Central.



Frenar la fuga de capitales pasa a ser, entonces, el principal desafío. En el 2010 el Gobierno se va a ver impulsado a plantear las asignaturas pendientes de largo arrastre como son salir del “*default*” con el Club de París, renegociar con los holdouts la deuda del Gobierno y replantear la relación con el FMI.

¿LA ESTRATEGIA POLITICA DE “HACER LA PLANCHA” PUEDE EVITAR UN COLAPSO ECONOMICO?

La combinación entre

- fuga de capitales
- cuentas fiscales que no cierran
- imposibilidad de acceder a los mercados financieros internacionales, y
- crecientes pujas distributivas

conduce a un escenario económico que no favorece la reactivación económica, un aumento en el empleo, contener las presiones inflacionarias o revertir los elevados niveles de pobreza e indigencia. El escenario que nos espera en los próximos meses es de estancamiento con inflación.

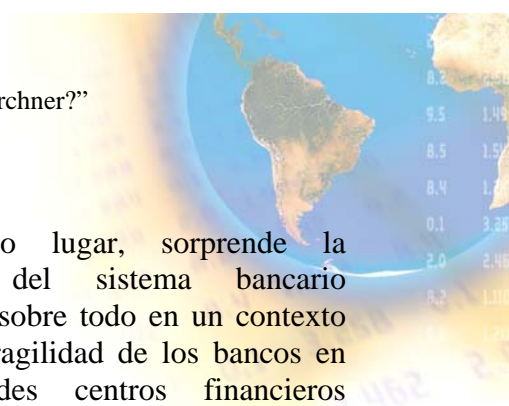
Frente a un contexto de creciente debilidad política y “*stagflation*” ¿corremos el riesgo de que la persistencia de la fuga de capitales conduzca a un colapso económico? ¿Ese colapso dará lugar a una corrida sobre los depósitos bancarios como en el 2001, o una maxi devaluación o al “*default*” de la deuda?

Ninguno de estos escenarios de colapso económico forma parte, por ahora, de las expectativas que guían el comportamiento de los operadores económicos:

- En primer lugar, no existe en los operadores económicos el mismo clima de maxi devaluación que había en 1975 cuando se produjo el “*rodrigado*”, ni en 1982 cuando salimos de la tablita cambiaria de Martínez de Hoz, ni los temores de populismo que anticipaba el triunfo electoral de Menem en 1989 ni el atraso cambiario al final de la convertibilidad en el 2001.

El nivel actual del tipo de cambio no está muy lejos de su nivel de equilibrio, en especial el tipo de cambio multilateral que se está favoreciendo con la devaluación del dólar frente al euro y al real brasileño, nuestros principales socios en el comercio internacional.

A lo sumo los operadores económicos esperan un sendero de continuo aumento del tipo de cambio pero sin grandes sobresaltos. Estas expectativas se ven ratificadas por la cotización del dólar en el mercado Rofex: 4 pesos fin de diciembre 2009, 4,24 pesos fin de agosto 2010 y 4,50 pesos fin de mayo 2011. Es cierto que el Rofex no es un indicador muy representativo del precio futuro del dólar. Pero un dato de la realidad política actual que llama la atención y que no es fácil de explicar es que el precio del dólar paralelo sea sólo un 1% más elevado que el oficial a pesar de las importantes restricciones y controles para comprar dólares en blanco.



- En segundo lugar, tampoco hay demandas políticas domésticas para declarar el “*default*” de la deuda como ocurrió cuando el Congreso Nacional ovacionó el “*default*” a fines del 2001. Favorecen estas expectativas que la deuda del gobierno (neta de ANSES y BCRA) es del 31% del PBI, y la mitad de la deuda pública está en pesos cuando en el 2001 sólo el 3% de la deuda era en pesos y que la deuda este en una elevada proporción en poder de tenedores institucionales argentinos.

Además, un superávit comercial externo para este año cercano a los 16.600 millones de dólares contribuye a tranquilizar los nervios. El aumento en la cotización de los títulos públicos en torno al 40/50% en el 2009, registrado precisamente en momentos en donde la fragilidad política del gobierno es más elevada que en el 2008, nos sugiere que los operadores económicos no tienen expectativas de un “*default*” de la deuda.

- En tercer lugar, no existe el temor de un populismo a la Venezuela, Ecuador o Bolivia más allá de las dudas que existen sobre la personalidad de los Kirchner y su poca lealtad a la seguridad jurídica. Probablemente contribuye a crear un clima de cierta tranquilidad la presunción que la sucesión de los Kirchner puede quedar en manos de políticos, que los operadores económicos definen como más racionales y para el lenguaje ideologizado de la política argentina son vistos como liberales de derecha.

- En cuarto lugar, sorprende la liquidez del sistema bancario argentino sobre todo en un contexto de gran fragilidad de los bancos en los grandes centros financieros internacionales. En 1982 o en el 2001 la fuga de capitales al exterior coexistió con una importante corrida sobre los depósitos bancarios. Este no es el caso en la actualidad. Los depósitos privados bancarios en pesos y en dólares aumentaron, lo cual nos señala que no existe el temor de un retorno al corralito ni a una pesificación de los depósitos en dólares. Muy probablemente contribuya a esta realidad la sensación de que la crisis internacional ya tocó fondo y que se espera una suave reactivación en el 2010.

Este listado de factores nos sugiere que los operadores económicos no esperan un “*rodrigado*” en las tarifas como en 1975 ni una explosión devaluatoria como en 1982 o en el 2002 ni la hiperinflación de 1989/90.

Es cierto que el comportamiento actual del dólar paralelo, el aumento reciente en el precio de los títulos públicos y la renovación en los bancos de los depósitos en pesos le da al gobierno tiempo y cierto margen de maniobra para adoptar medidas que corrijan los desequilibrios existentes. El gobierno debería tomar consciencia que esta realidad va a ser muy difícil que se sostenga por un tiempo prolongado.

Por ello, interesa conocer cual es la estrategia del gobierno para enfrentar esta realidad. Por ahora, el gobierno esta paralizado. No toma la iniciativa. Sólo atina a “*hacer la plancha*” postergando en el tiempo sus

“¿Es Sustentable el Modelo Económico de los Kirchner?”
Por Mario Brodersohn



decisiones económicas a fin de no asumir los costos políticos que esas decisiones provocan. Este es el caso de la política con el campo, con los subsidios, con las demandas provinciales, con el déficit fiscal, con el Club de Paris, los “hold-outs y el FMI.

Para mantener esta política de “*hacer la plancha*” el gobierno recurre a financiarse con los “*colchones*” acumulados en reservas internacionales y en los depósitos oficiales en pesos en el sistema financiero.

Esta metodología de financiamiento no es sustentable en el tiempo. Solo en el 2009 podría reducir sus depósitos en pesos en un 40%, que se suma a la disminución de las reservas internacionales en casi u\$s 5.000 millones si tomamos en cuenta los préstamos del Banco de Pagos Internacionales.

En conclusión, la actual política de “*hacer la plancha*” está lejos de ser una buena propuesta ante su muy alto riesgo económico y político. La apreciación por los operadores económicos que esos “*colchones*” financieros se van achicando así como la percepción de una creciente impotencia política puede crear mas rápido de lo esperado un clima de expectativas que favorezca las condiciones para un colapso de la economía.

Cuadro 1

Evolución de las Cuentas del Sector Público - Base Caja

Acumulado 6 meses - en mill

	I semestre		Variación		Interanual
	2009	2008	en \$	en %	Jun-09 en %
Ingresos	116.501	102.958	13.543	13%	27%
Tributarios	71.873	70.757	1.117	2%	10%
Seguridad Social	36.435	24.274	12.161	50%	40%
Renta de la Propiedad (inc. BCRA)	4.747	4.858	-110	-2%	180%
Resto (sin priv.)	3.445	3.070	376	12%	16%
Gasto Primario	109.333	83.544	25.789	31%	42%
Remuneraciones	14.985	10.776	4.209	39%	37%
Bienes y Servicios	4.920	3.613	1.307	36%	80%
Seguridad Social	38.691	30.471	8.220	27%	28%
Tranf. al Sec. Privado	22.851	20.341	2.510	12%	26%
Tranf. a Provincias	4.614	3.037	1.577	52%	105%
Universidades	4.118	3.087	1.031	33%	33%
Otros Gastos	1.927	1.691	236	14%	63%
Gasto Capital	17.228	10.529	6.700	64%	112%
Inversiones	7.744	4.244	3.500	82%	104%
Tranf. Capital a Provincias	9.316	5.376	3.941	73%	138%
Inversión Financiera	168	909	-741	-82%	-53%
Resultado Primario	7.168	19.414	-12.246	-63%	-65%
Intereses Deuda	8.906	6.924	1.982	29%	83%
en \$	4.052	2.228	1.824	82%	104%
en u\$s	4.854	4.697	158	3%	66%
Resultado Financiero	-1.738	12.490	-14.228	-114%	-238%

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

Cuadro 2

Fuentes y Usos del Sector público 2009

en miles de millones de dólares

u\$s	
Fuentes	21,9
Superavit Primario	3,0
Incremento Deuda BIS	1,0
Adelanto BCRA	1,0
Depósitos*	17,0
ANSES	1,8
Banco Nación y otros	12,3
BCRA	2,9
Usos	11,9
Intereses Netos**	4,2
Capital Neto**	7,7
Diferencia	10,1

*Con Información a fin de Mayo de 2009

** Neto de deuda con BCRA y ANSES

Fuente: Econométrica S.A

Econométrica S.A

economic reserach and forecasts

Cuadro 3

Sector Público Nacional - Base Caja

	en miles de millones			Var. % Interanual			en % del PBI			
	2008	2009	2010**	2008	2009	2010*	2007	2008	2009	2010*
Ingresos	218,1	245,0	281,5	39,6	12,3	14,9	19,2	21,1	21,9	20,9
Tributarios	148,6	148,8	169,5	35,8	0,2	13,9	13,5	14,4	13,3	12,6
Seguridad Social (sin AFJP)	53,6	74,8	88,9	45,3	39,4	18,9	4,5	5,2	6,7	6,6
Renta de la Propiedad (BCRA)	8,3	12,7	13,0	94,0	53,9	2,0	0,5	0,8	1,1	1,0
Resto (sin priv.)	7,6	8,6	10,1	34,0	13,8	16,8	0,7	0,7	0,8	0,7
Gasto Primario	186,6	233,7	274,1	34,9	25,2	17,3	17,0	18,1	20,9	20,4
Remuneraciones	24,7	32,5	40,3	32,6	31,6	24,1	2,3	2,4	2,9	3,0
Bienes y Servicios	8,1	10,1	12,0	25,0	25,7	18,3	0,8	0,8	0,9	0,9
Seguridad Social	64,6	81,0	97,1	27,9	25,5	19,8	6,2	6,3	7,3	7,2
Tranf. al Sec. Privado	45,3	51,4	57,5	60,1	13,3	12,0	3,5	4,4	4,6	4,3
Tranf. a Provincias	8,6	10,2	12,5	14,8	18,7	22,4	0,9	0,8	0,9	0,9
Universidades	7,3	9,4	11,9	40,0	29,4	26,0	0,6	0,7	0,8	0,9
Otros Gastos	4,5	4,9	6,1	137,6	10,1	23,8	0,2	0,4	0,4	0,5
Gasto Capital	23,6	34,1	36,7	18,5	44,6	7,7	2,4	2,3	3,1	2,7
Inversiones	10,6	15,5	18,0	42,1	46,5	15,8	0,9	1,0	1,4	1,3
Tranf. Capital a Provincias	11,2	18,2	18,4	15,8	62,0	1,0	1,2	1,1	1,6	1,4
Inversión Financiera	1,7	0,3	0,3	-36,7	-80,1	-3,7	0,3	0,2	0,0	0,0
Resultado Primario	31,5	11,3	7,4	76,3	-64,2	-34,6	2,2	3,0	1,0	0,5

** 2010 supone igual monto de transferencias de utilidades del BCRA del 2009

Fuente: Econométrica S.A en Mecon